

## ENMC

Emitente	Rating de Emissão	Tendência
ENMC - Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E.	BB+ Médio e Longo Prazo	Negativa

**DATA DO RATING**  
15 de Setembro de 2016

**VALIDADE DO RATING**  
15 de Setembro de 2017

**RATING INICIAL**  
2 de Junho de 2008

**ÚLTIMA REVISÃO**  
22 de Fevereiro de 2016

**DATA DA PRÓXIMA REVISÃO**  
15 de Setembro de 2017

**PERÍODO ANALISADO**  
Histórico: 2011 ao 1ºT 2016  
Previsional: 2016

**INFORMAÇÃO ANALISADA**  
Relatórios e Contas da ENMC  
Contas Intercalares da ENMC  
Orçamento 2016 da ENMC  
Detalhe das Reservas da ENMC  
Perspetivas para o Mercado das  
Mercadorias do Banco Mundial  
Relatórios e Contas de Pares

**METODOLOGIA APLICADA**  
Metodologia de Empresas não  
Financeiras da ARC Ratings  
disponível em  
[www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)

### CONTACTOS

**Carlos Leitão**  
Analista Principal  
[carlos.leitao@arcratings.com](mailto:carlos.leitao@arcratings.com)

**Emma-Jane Fulcher**  
Chief Ratings Officer &  
Presidente do Painel  
[emma.fulcher@arcratings.com](mailto:emma.fulcher@arcratings.com)

180 Piccadilly  
London, W1J 9HF  
UNITED KINGDOM  
Tel: +44 (0) 203 282 7594  
Website: [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)

### FUNDAMENTOS DA NOTAÇÃO

A ARC Ratings, S.A. (ARC Ratings) confirmou o *rating* "BB+" atribuído ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 milhões de euros (M€) emitido pela ENMC - Entidade Nacional para o Mercado de Combustíveis, E.P.E. (ENMC) a 6 de Agosto de 2008. Apesar da recuperação parcial e estabilização dos preços do petróleo e dos produtos petrolíferos e, conseqüentemente, da recuperação da cobertura da dívida financeira pelas reservas petrolíferas (a valor de mercado), a tendência da notação continua a ser Negativa refletindo a tendência Negativa recentemente atribuída ao *rating* da República Portuguesa que é acionista única da ENMC e tem responsabilidade indireta última pelas obrigações da ENMC.

### PERFIL DA EMPRESA

A ENMC, fundada em 2001 e sediada em Portugal, é uma entidade detida pelo Estado e tem a função, atribuída por lei, de ser para Portugal a entidade central de armazenagem, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos. As responsabilidades da empresa incluem também a supervisão do Sistema Petrolífero Nacional, a monitorização dos mercados de petróleo bruto, produtos de petróleo, gás de petróleo liquefeito e biocombustíveis, promoção da segurança técnica e da qualidade dos carburantes, bem como no âmbito da prospeção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos.

### OS FACTORES CHAVE DA NOTAÇÃO DA ENMC SÃO OS SEGUINTE:

- Detida pelo Estado – o capital social da ENMC é inteiramente detido pelo Estado Português. Conseqüentemente, o *rating* atribuído à Empresa está fortemente ligado aos *ratings* da República Portuguesa (BBB- / Negativa / A-3), embora não exista apoio implícito atempado, mas o Estado Português é o responsável último pelas obrigações da ENMC conforme está estabelecido por lei ("em caso de extinção da ENMC, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como responsabilidades residuais").
- Estabilidade financeira e perfil da dívida favorável – Apesar dos prejuízos registados com imparidades nos inventários (devido às flutuações adversas no preço do petróleo) e dos conseqüentes capitais próprios negativos, as despesas da ENMC (incluindo os juros do empréstimo obrigacionista) têm sido totalmente cobertas pelas receitas, provenientes sobretudo dos operadores no mercado dos produtos petrolíferos. Adicionalmente, os níveis da dívida da ENMC mantêm-se praticamente inalterados, consistindo no empréstimo obrigacionista que é notado (360 M€, reembolsáveis em 2028), e também mantém uma tesouraria positiva.
- Relações estáveis e duradouras com clientes-chave – A empresa tem desenvolvido relações fortes e mutuamente vantajosas com as principais distribuidoras de produtos petrolíferos em Portugal: Galp Energia, SGPS, S.A. (Galp Energia), Repsol, S.A. (Repsol), BP p.l.c. (BP) e Compañía Española de Petróleos S.A. (CEPSA).

**OS PRINCIPAIS CONSTRANGIMENTOS DAS NOTAÇÕES DA ENMC SÃO:**

- Volatilidade do preço do petróleo e cobertura do empréstimo pelas reservas – Devido à natureza da atividade da empresa e à concentração dos seus ativos, o desempenho financeiro da ENMC está fortemente exposto às flutuações do preço do petróleo. Depois de um forte decréscimo de 1,4 vezes no fim de 2013 para 0,66 vezes no fim de 2015 e para 0,62 vezes no fim de Janeiro de 2016, a cobertura da dívida financeira pelas reservas recuperou nos últimos meses para 0,7 vezes no fim de Março de 2016 e para 0,89 vezes no fim de Junho de 2016. Note-se que a ENMC também detém um montante significativo de disponibilidades e aplicações em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português, pelo que a cobertura da dívida financeira líquida era de 0,77 vezes no fim de Março de 2016.
- Concentração da base de clientes – A maioria dos proveitos da ENMC provém de apenas quatro empresas: Galp Energia (representou 31% dos proveitos da ENMC em 2015), Repsol (26%), BP (16%) e CEPESA (14%).

**ACIONISTA E GOVERNANCE**

O capital social da ENMC é totalmente detido pelo Estado Português, sendo uma “entidade pública empresarial”, dotada de autonomia administrativa, financeira e patrimonial.

À ENMC foi atribuída por lei, desde o fim de 2001, a função de entidade central de armazenagem em Portugal, na constituição e manutenção da parcela considerada estratégica das reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos. As responsabilidades adicionais, incluindo a monitorização dos mercados de petróleo bruto, produtos de petróleo, gás de petróleo liquefeito e biocombustíveis, promoção da segurança técnica e da qualidade dos carburantes, bem como no âmbito da prospeção, pesquisa, desenvolvimento e exploração de recursos petrolíferos, foram atribuídas à ENMC no fim de 2014 e foram aplicadas por fases durante 2014 e o primeiro semestre de 2015. Novas funções na supervisão do Sistema Petrolífero Nacional foram atribuídas pelo Decreto-Lei nº 244/2015, de 19 de Outubro de 2015, com aplicação em 2016.

As reservas de segurança nacionais de petróleo e produtos petrolíferos compreendem 90 dias de importações líquidas diárias médias de petróleo bruto e produtos petrolíferos no ano anterior e a sua constituição e manutenção são obrigação dos operadores do mercado de produtos petrolíferos, de acordo com a respetiva quota de mercado. A parcela das reservas a ser mantida pela ENMC (reservas estratégicas), em substituição dos operadores de mercado, corresponde a “um terço da obrigação de constituição de reservas pelos operadores obrigados”, ou seja, 30 dias de importações líquidas diárias médias de petróleo bruto e produtos petrolíferos no ano anterior.

De acordo com os termos da lei, o seguinte continua a aplicar-se à ENMC:

- em caso de extinção da Empresa, o Estado assume eventuais perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como responsabilidades residuais;
- os encargos associados à constituição e manutenção das reservas estratégicas são integralmente suportados pelos operadores obrigados à constituição de reservas de segurança;
- a ENMC é obrigada a constituir um fundo de provisão (registado em capitais próprios) através de dotações anuais, com objetivo de atingir pelo menos um valor correspondente a 25% do custo de aquisição das reservas (no fim de Março de 2016 o fundo de provisão correspondia a 5,9% do custo de aquisição das reservas, face a 3,7% no fim de 2014);
- caso a ENMC tenha que efetuar vendas de reservas estratégicas de produtos petrolíferos para responder a uma crise energética ou perturbação grave do abastecimento e o encaixe obtido for insuficiente para cobrir o custo

médio de aquisição do produto com a utilização proporcional do fundo de provisão, o Estado assumirá a perda resultante através de uma dotação extraordinária para o fundo.

A 7 de Julho de 2015 o Revisor Oficial de Contas (ROC) da ENMC renunciou (por ter atingido o período máximo de sete anos para entidades de interesse público) e apenas em Julho de 2016 o Governo nomeou o novo ROC (Moore Stephens & Associados, SROC, S.A.). Assim, a certificação legal de contas de 2015 não foi ainda emitida. As contas de 2014 da ENMC foram auditadas pelo ROC anterior, Caiano Pereira, António e José Reimão, SROC, e também pela Moore Stephens & Associados, SROC, S.A., tendo ambos os relatórios sido emitidos sem reservas.

A ARC Ratings ajustou as contas da ENMC do primeiro trimestre de 2016, tendo registado uma reversão de imparidades considerando o valor de mercado das reservas da ENMC a 31 de Março de 2016. A ARC Ratings também ajustou as previsões da ENMC para o ano completo de 2016, considerando a imparidade registada no fim de 2015 (o orçamento de 2016 da ENMC foi concluído antes do fim do ano) e tendo registado uma reversão de imparidades em 2016 considerando o valor de mercado das reservas da ENMC a 30 de Junho de 2016. Para todos os períodos a ARC Ratings considerou os custos com o fundo de provisão como não correntes, deixando de afetar o EBITDA e o resultado operacional.

A 30 de Março de 2016 foi publicada a Lei nº 7-A/2016, que aprovou o Orçamento de Estado português para 2016, e incluiu uma alteração aos Estatutos da ENMC isentando de imposto sobre o rendimento os resultados da atividade de gestão de reservas estratégicas de produtos petrolíferos.

### CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE FUNDOS E EVOLUÇÃO RECENTE

Em 2015 a quantidade total de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal aumentou 2,6%, para 7,7 milhões de toneladas (Mton), invertendo a tendência de declínio (em 2014 havia estabilizado). Os aumentos nas categorias B (gasóleos) e C (fuelóleos) compensaram os decréscimos registados nas categorias A (gasolinas) e D (gases de petróleo liquefeito – GPL). Assim, as reservas de segurança exigidas (90 dias) e as reservas estratégicas da ENMC exigidas (30 dias) também aumentaram 2,6%, em agregado, para 1 904,5 mil toneladas (mton) e 634,8 mton, respetivamente.

Apesar do aumento da quantidade de produtos petrolíferos introduzida no consumo em Portugal, a ENMC reduziu as suas reservas contratadas através de CSO Tickets (“Compulsory Stockholding Obligation”), de 396,4 mton no fim de 2014 para 140 mton no fim de 2015, enquanto as reservas próprias baixaram de 948,3 mton para 938,3 mton, respetivamente. Assim, a ENMC ainda mantinha no fim de 2015 uma folga significativa entre as suas reservas próprias (938,3 mton) e as reservas estratégicas legalmente exigidas (634,8 mton), com significativas folgas em todas as categorias, permitindo à ENMC continuar a substituir em parte as obrigações próprias dos operadores. Os CSO Tickets são contratados consoante a procura no mercado para que a ENMC substitua os operadores.

A análise da composição das reservas da ENMC no fim de 2015 permite constatar o seguinte: a ENMC detinha a propriedade de 81,5% das reservas (70,5% no fim de 2014), sendo o remanescente contratado através de CSO Tickets; 7,4% das reservas da ENMC estavam armazenadas fora de Portugal (6,1% no final de 2014) e eram totalmente detidas através de CSO Tickets; e os produtos acabados representavam 39,9% do total de reservas (35,1% no fim de 2014).

Atualmente a totalidade das reservas próprias da ENMC encontram-se armazenadas em Portugal, ao abrigo de contratos com a Galp Energia (armazenadas sobretudo junto às refinarias de petróleo da Galp Energia de Matosinhos, perto do Porto no Norte de Portugal, e de Sines, no Sul de Portugal) e com o Estado Português (para os depósitos POL NATO perto de Lisboa). A ENMC planeia estudar a possibilidade de no futuro armazenar em

cavernas em Portugal.

Em 2015 a ENMC e o Estado Português fizeram uma adenda ao acordo para a utilização dos depósitos POL NATO perto de Lisboa, reduzindo a renda anual de 1,7 M€ para 0,4 M€, sendo a diferença gasta pela ENMC na gestão e em investimentos de melhoria das infraestruturas. A 1 de Julho de 2016 a ENMC e o Estado Português estabeleceram um novo acordo para a utilização dos depósitos POL NATO por 25 anos, pagando uma renda anual de 1,1 M€ (atualizada anualmente pela taxa de inflação do ano anterior). No entanto, esta renda anual poderá ser reduzida, com um mínimo de 0,4 M€, sendo a diferença gasta pela ENMC na gestão e em investimentos de melhoria das infraestruturas. Este foi um importante acordo para a ENMC dada a falta de investimentos realizados pelo Estado Português na infraestrutura. No âmbito do novo acordo, a ENMC ficou também com a obrigação de realizar investimentos adicionais num montante previsto de 15 M€ e que estão planeados serem iniciados ainda em 2016 e concluídos em 2017. A ENMC planeia financiar estes investimentos com as suas aplicações financeiras de curto prazo (ascendiam a 18,1 M€ no fim de Março de 2016).

RESERVAS DE PETRÓLEO E PRODUTOS PETROLÍFEROS DA ENMC (EM TONELADAS NO FIM DO PERÍODO)

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>RESERVAS PRÓPRIAS</b>	<b>1 126 035</b>	<b>1 126 035</b>	<b>812 098</b>	<b>948 325</b>	<b>938 273</b>
PETRÓLEO	817 297	817 297	503 818	548 081	538 082
GASOLINA	51 400	51 400	51 400	51 400	51 400
GASÓLEO	248 338	248 338	247 880	297 844	297 791
FUELÓLEO	0	0	0	45 000	45 000
GPL	9 000	9 000	9 000	6 000	6 000
<b>CSO TICKETS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>313 479</b>	<b>396 401</b>	<b>140 000</b>
PETRÓLEO	0	0	313 479	324 501	110 000
GASOLINA	0	0	0	0	10 000
GASÓLEO	0	0	0	31 900	20 000
FUELÓLEO	0	0	0	40 000	0
GPL	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DE RESERVAS DA ENMC</b>	<b>1 126 035</b>	<b>1 126 035</b>	<b>1 125 577</b>	<b>1 344 726</b>	<b>1 078 273</b>
PETRÓLEO	817 297	817 297	817 297	872 582	648 082
GASOLINA	51 400	51 400	51 400	51 400	61 400
GASÓLEO	248 338	248 338	247 880	329 744	317 791
FUELÓLEO	0	0	0	85 000	45 000
GPL	9 000	9 000	9 000	6 000	6 000
<b>TOTAL DE RESERVAS DA ENMC - EQUIV. EM PRODUTOS ACABADOS</b>	<b>1 340 784</b>	<b>1 351 056</b>	<b>1 374 406</b>	<b>1 344 726</b>	<b>1 078 273</b>
GASOLINA	277 702	261 356	246 842	176 733	151 883
GASÓLEO	907 776	942 567	996 523	987 799	808 510
FUELÓLEO	111 152	107 883	78 891	113 150	75 744
GPL	44 154	39 250	52 150	67 045	42 136
<b>TOTAL DE RESERVAS DA ENMC EM DIAS DE CONSUMO</b>					
GASOLINA	54	56	57	60	51
GASÓLEO	37	37	44	64	50
FUELÓLEO	64	64	57	170	75
GPL	17	17	25	46	36

Fonte:  
ENMC.

As receitas da ENMC da sua atividade principal (detenção e gestão de reservas de petróleo e produtos petrolíferos) correspondem à recuperação dos operadores de mercado das suas despesas nesta atividade, de forma a ter um resultado líquido a tender para zero (exceto quanto aos ganhos e perdas na valorização ou na venda de reservas), e os montantes a receber são calculados anualmente a partir das previsões de despesas da ENMC. Ocasionalmente

a ENMC poderá vender reservas, como ocorreu em 2013 e 2014. As despesas com as outras atividades (muito inferiores) devem ser cobertas por receitas próprias destas atividades.

## ENMC - DADOS FINANCEIROS E RÁCIOS (MILHARES DE EUROS)

	2011	2012	2013	2014	2015	2015 Jan a Mar	2016 Jan a Mar	2016 (P)	2016 (P) Cenário B
<b>VOLUME DE NEGÓCIOS</b>	31 089	37 922	219 427	79 747	24 562	5 927	8 154	23 998	23 998
<b>EBITDA</b>	8 273	16 240	126 816	32 839	8 519	2 159	4 240	2 371	2 371
<b>RESULTADO OPERACIONAL (EBIT)</b>	8 256	16 234	126 812	(21 927)	(75 508)	2 152	18 532	87 944	23 870
<b>RESULTADO FINANCEIRO</b>	(8 242)	(16 135)	(125 300)	(859)	(41)	(97)	120	(22)	(22)
<b>RESULTADOS NÃO CORRENTES</b>	205	(41)	(1 509)	(4 067)	(7 802)	(538)	(524)	(2 018)	(2 018)
<b>RESULTADO LÍQUIDO DO PERÍODO</b>	158	27	(11 894)	(26 869)	(83 370)	1 517	18 128	85 885	21 811
<b>MEIOS LIBERTOS OPERACIONAIS (MLO)</b>	10 470	13 495	127 852	7 208	9 425	2 761	4 039	4 455	4 455
<b>VALOR CONTABILÍSTICO DAS RESERVAS</b>	348 914	349 601	279 692	321 091	237 087	321 091	251 401	320 371	256 297
<b>VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS</b>	710 964	725 834	505 098	333 087	237 087	-	251 401	320 371	256 297
<b>TOTAL DO ACTIVO</b>	386 856	390 912	387 140	350 867	272 127	349 795	290 053	357 012	292 938
<b>FUNDO MANEIO LÍQUIDO (FML)</b>	373 358	377 009	359 990	335 221	257 627	335 076	275 671	340 905	276 831
<b>NECESSIDADES EM FUNDO MANEIO (NFM)</b>	349 556	351 677	350 177	321 212	236 154	320 246	251 232	319 619	255 545
<b>TESOURARIA LÍQUIDA (TRL)</b>	23 802	25 331	9 813	14 009	21 473	14 830	24 439	21 286	21 286
<b>DÍVIDA FINANCEIRA</b>	362 945	366 567	360 019	360 013	359 676	359 572	359 504	359 568	359 568
<b>DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA*</b>	330 957	333 689	331 239	343 971	329 298	342 537	326 047	328 830	328 830
<b>VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FINANCEIRA</b>	1,96	1,98	1,40	0,93	0,66	-	0,70	0,89	0,71
<b>VALOR DE MERCADO DAS RESERVAS / DÍVIDA FIN. LÍQUIDA</b>	2,15	2,18	1,52	0,97	0,72	-	0,77	0,97	0,78
<b>MARGEM EBITDA (%)</b>	26,6%	42,8%	57,8%	41,2%	34,7%	36,4%	52,0%	9,9%	9,9%
<b>REND. OPERACIONAL DO VOLUME DE NEGÓCIOS (%)</b>	26,6%	42,8%	57,8%	(27,5%)	(307,4%)	36,3%	227,3%	366,5%	99,5%
<b>REND. OPERACIONAL DO ACTIVO (%)</b>	2,1%	4,2%	32,8%	(6,2%)	(27,7%)	2,5%	25,6%	24,6%	8,1%
<b>CUSTO BRUTO DO CAPITAL ALHEIO (%)</b>	2,5%	4,6%	33,5%	0,4%	0,2%	0,3%	0,1%	0,2%	0,2%
<b>REND. LÍQUIDA DO VOLUME DE NEGÓCIOS (%)</b>	0,5%	0,1%	(5,4%)	(33,7%)	(339,4%)	25,6%	222,3%	357,9%	90,9%
<b>TAXA DE DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS (%)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>COBERTURA DOS JUROS PELO EBITDA (x)</b>	0,9	1,0	1,0	20,7	11,6	8,1	77,3	3,2	3,2
<b>COBERTURA DOS JUROS LÍQUIDOS PELO EBITDA (x)</b>	1,0	1,0	1,0	38,2	209,8	22,3	-	107,8	107,8
<b>DÍVIDA FINANCEIRA / EBITDA (x)</b>	43,9	22,6	2,8	11,0	42,2	41,6	21,2	151,7	151,7
<b>DÍVIDA FINANCEIRA LÍQUIDA / EBITDA (x)</b>	40,0	20,5	2,6	10,5	38,7	39,7	19,2	138,7	138,7
<b>AUTONOMIA FINANCEIRA (%)</b>	5,4%	5,4%	2,7%	(4,7%)	(33,8%)	(4,1%)	(25,3%)	(2,2%)	(24,6%)
<b>ENDIVIDAMENTO (%)</b>	94,6%	94,6%	97,3%	104,7%	133,8%	104,1%	125,3%	102,2%	124,6%
<b>ESTRUT. DO ENDIVIDAMENTO (C.P. EM % DO TOTAL)</b>	0,8%	0,9%	4,4%	1,4%	1,0%	1,2%	1,1%	1,5%	1,5%
<b>RISCO DE LIQUIDEZ (%)</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>RISCO DE TAXA DE JURO (%)**</b>	0,0%	0,0%	100,0%	99,5%	99,8%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>LIQUIDEZ GERAL</b>	12 481,8%	11 117,8%	2 269,5%	6 728,0%	7 199,4%	7 541,2%	7 309,4%	6 428,3%	5 238,9%
<b>LIQUIDEZ REDUZIDA</b>	910,6%	901,0%	583,9%	379,4%	666,0%	410,6%	734,7%	481,2%	481,2%

**Notas:**

Valores arredondados.

Contas com ajustamentos efectuados pela ARC Ratings para efeitos de análise.

Contas de 2011 a 2014 certificadas pela Caiano Pereira, António e José Reimão, S.R.O.C.. As contas de 2015 não foram ainda certificadas.

\*Dívida financeira líquida de disponibilidades e aplicações financeiras em instrumentos de dívida do Estado Português a curto e a médio e longo prazo.

\*\*Assumido operadoras petrolíferas, não pela ENMC.

**Fontes:**

ENMC.

Assim, o volume de negócios da ENMC continua a ter maioritariamente origem nos principais distribuidores de produtos petrolíferos em Portugal, nomeadamente:

- a Galp Energia (em 2015 representou 31% dos proveitos da ENMC), o líder de mercado; a Galp Energia não tem ratings atribuídos; a Galp Energia é também o principal fornecedor de armazenagem de reservas da ENMC;
- a Repsol (26%), que não é notada pela ARC (BBB- / Negativa / A-3 pela Standard & Poor's Financial Services

LLC (S&P); Baa2 / Negativa pela Moody's Investors Service, Inc. (Moody's); e BBB / Negativa / F3 pela Fitch Ratings, Inc. (Fitch));

- a BP (16%), que não é notada pela ARC (A- / Estável / A-2 pela S&P; A2 / Positiva pela Moody's; e A / Estável pela Fitch); e
- a CEPESA, que não tem ratings atribuídos.

O desempenho financeiro da ENMC em 2015 foi fortemente afetado pela significativa baixa do preço do petróleo (como já tinha ocorrido em 2014), tendo a empresa registado uma perda por imparidade de 84,0 M€ (54,3 M€ em 2014). No primeiro trimestre de 2016 a imparidade foi parcialmente revertida (ajustamento feito pela ARC), no valor de 14,3 M€ (note-se que os preços continuaram a baixar até 20 de Janeiro de 2016, tendo recuperado desde então com oscilações). No fim de Junho de 2016 a reversão da imparidade seria de 83,3 M€.

Assim, a ENMC registou um resultado líquido de -83,4 M€ em 2015 (face a -26,9 M€ em 2014) e um resultado líquido de 18,1 M€ no primeiro trimestre de 2016. Note-se que em 2014 a imparidade de 54,3 M€ foi em parte compensada por um ganho de 27,3 M€ obtido na venda de reservas.

Sem considerar as perdas e ganhos com imparidades, a ENMC registou um resultado líquido de 0,6 M€ em 2015 (27,4 M€ em 2014, essencialmente do referido ganho obtido na venda de reservas) e um resultado líquido de 3,8 M€ no primeiro trimestre de 2016.

Em 2015 a ENMC registou significativas reduções nas despesas operacionais na gestão de reservas petrolíferas em comparação com 2014 (menos 8,7 M€) e com as previsões (menos 5,8 M€), nomeadamente a redução dos gastos com CSO Tickets (menor quantidade contratada e menor custo unitário), a referida redução na renda paga pela armazenagem nos depósitos POL NATO (em parte anulada pelas despesas na gestão da infraestrutura), a não necessidade de realizar em 2015 a prevista rotação de existências de gasóleo, e a redução dos preços de armazenagem contratados com a Galp Energia. Os gastos com juros, que também estão afetos à atividade de gestão de reservas petrolíferas (a dívida financeira foi contratada para financiar a aquisição de reservas), também baixaram em 2015 para 0,7 M€, face a 1,6 M€ em 2014, refletindo a tendência de redução da taxa Euribor a seis meses. Neste contexto a ENMC fez um aumento extraordinário do fundo de provisão no valor de 7,8 M€ (face a 2,2 M€ previstos e à não realização em 2014), compensando também menores aumentos realizados nos últimos anos.

A cobertura dos gastos com juros pelo EBITDA foi de 11,6 vezes em 2015 e a cobertura dos gastos líquidos com juros pelo EBITDA foi de 209,8 vezes. Também os ganhos com juros em 2015 (sobretudo dos investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português) quase cobriram os gastos com juros.

### POLÍTICA FINANCEIRA

No final de 2015 os ativos totais da ENMC totalizavam 272,1 M€, o que representa uma descida de 78,7 M€, ou de 22,4%, face ao fim de 2014, refletindo essencialmente a referida imparidade das reservas. Outras evoluções relevantes em 2015 foram o recebimento de 7,3 M€ de devolução de impostos e o aumento de 14,3 M€, para 19,9 M€, no montante total de disponibilidades e investimentos em títulos de dívida de curto prazo emitidos pelo Estado Português (no primeiro trimestre de 2016 aumentou para 23,4 M€). O montante investido em títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos pelo Estado Português manteve-se em 10,5 M€.

Em 2015 a ENMC também realizou investimentos em ativos fixos no montante total 0,3 M€, face a 0,1 M€ em 2014, refletindo as novas funções atribuídas à ENMC e que exigiram vários investimentos em sistemas de



informação, em *hardware* e *software*.

Refletindo o referido resultado líquido negativo em 2015, os capitais próprios da ENMC baixaram de -16,3 M€ no fim de 2014 para -91,9 M€ no fim de 2015 (tendo sido revertido numa pequena parte no primeiro trimestre de 2016 para -73,3 M€). O fundo de provisão, incluído em capitais próprios, aumentou de 13,8 M€ no fim de 2014 para 21,6 M€ no fim de 2015 e para 22,1 M€ no fim de Março de 2016 (correspondendo a 5,9% do custo de aquisição das reservas, face a 3,7% no fim de 2014). No fim de Março de 2016 o fundo de provisão estava totalmente coberto (127,6%) pelos investimentos em títulos dívida emitidos pelo Estado Português (os investimentos em títulos de dívida de médio e longo prazo emitidos pelo Estado Português cobriam 45.7% do fundo de provisão).

No final de Março de 2016 os capitais alheios da ENMC eram constituídos quase totalmente por dívida financeira (359,5 M€), composta pelo empréstimo obrigacionista de 360 M€ sujeito a *rating* e que se vence em 2028. Conforme referido, este empréstimo foi contratado para financiar o investimento nas reservas petrolíferas e, consequentemente, os respetivos custos com juros são recuperados dos operadores de mercado. A cobertura da dívida financeira pelo valor de mercado das reservas petrolíferas detidas pela ENMC diminuiu de 0,93 vezes no fim de 2014 para 0,66 vezes no fim de 2015 (e para 0,62 vezes no fim de Janeiro de 2016) e recuperou para 0,7 vezes no fim de Março de 2016 e para 0,89 vezes no fim de Junho de 2016. A cobertura da dívida financeira líquida pelas reservas (a valor de mercado) diminuiu de 0,97 no fim de 2014 para 0,72 vezes no fim de 2015 e recuperou para 0,77 vezes no fim de Março de 2016.

Para uma melhor compreensão e para efeitos comparativos, foram também avaliados os rácios de cobertura de duas congéneres europeias da ENMC. No final de 2015 a espanhola Corporación de Reservas Estratégicas de Productos Petrolíferos (CORES) apresentava um rácio de cobertura de 0,93 (1,11 considerando a dívida líquida), face a 1,45 no fim de 2014. A CORES não é notada pela ARC, sendo notada BBB+ / Estável / A-2 pela S&P (o mesmo nível que é atribuído ao soberano) e BBB+ / Estável / F2 pela Fitch (também o mesmo nível que é atribuído ao soberano). A entidade francesa, a Société Anonyme de Gestion de Stocks de Sécurité (SAGESS), tinha um rácio de cobertura de 0,97 no final de 2015 (igual considerando a dívida líquida), face a 1,39 no fim de 2014. A SAGESS também não é notada pela ARC, sendo notada AA / Negativa / A-1+ pela S&P (o mesmo nível que é atribuído ao soberano).

Refletindo a maturidade a longo prazo do empréstimo obrigacionista (vence-se em 6 de Agosto de 2028), a única dívida financeira da ENMC, e o montante significativo de disponibilidades e investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português, o risco de liquidez da ENMC é praticamente nulo. Por outro lado, o indicador de risco de taxa de juro é de 100%, refletindo o facto de que a totalidade da dívida financeira (empréstimo obrigacionista) vence juros a taxa indexada à Euribor a 6 meses e presentemente a ENMC não tem qualquer contrato de cobertura em vigor. No entanto, conforme referido, os custos com juros do empréstimo obrigacionista são recuperados dos operadores do mercado de produtos petrolíferos e, portanto, este risco não é assumido pela ENMC.

De acordo com a legislação em vigor as reservas detidas pela ENMC têm que ser obrigatoriamente protegidas por seguros. Os produtos petrolíferos propriedade da ENMC e que se encontram armazenados nos depósitos POL NATO estão devidamente cobertos por uma apólice de seguro de riscos múltiplos contratada com a AIG. Devido ao elevado risco de sismo no local onde se encontram armazenadas as suas reservas de produtos petrolíferos (depósitos POL NATO), a ENMC contratou, também com a AIG, uma apólice para a cobertura dos riscos ambientais decorrentes de sismo para estas reservas. A cobertura de seguros para os produtos petrolíferos propriedade da

ENMC que se encontram armazenados na Galp Energia é contratada pela Galp Energia, sendo o respetivo custo incluído nos custos de armazenagem pagos pela ENMC. Em 2015 a ENMC preparou e apresentou ao Governo um plano de emergência energético para a área dos combustíveis e está agora a preparar um plano de avaliação e minimização de riscos sobre reservas petrolíferas.

### PERSPECTIVAS

Sem incluir qualquer impacto de alterações no valor de mercado das reservas petrolíferas, a ENMC prevê para o ano completo de 2016 um resultado líquido inferior a 0,1 M€, considerando a recuperação dos operadores de mercado dos custos estimados na atividade de gestão de reservas petrolíferas (22,2 M€), incluindo os custos com juros do empréstimo obrigacionista (líquido de ganhos com juros em investimentos financeiros) e um aumento de 2,0 M€ do fundo de provisão (correspondente a 10% do total dos restantes custos na gestão das reservas petrolíferas), e também o equilíbrio no conjunto das restantes atividades (o total de custos operacionais previstos com estas atividades ascende a 1,7 M€).

Considerando a imparidade registada no fim de 2015 e o valor de mercado das reservas da ENMC a 30 de Junho de 2016, a ARC Ratings incluiu uma reversão de imparidades em 2016 no valor de 85,8 M€, levando a um resultado líquido em 2016 de 85,9 M€.

Com as previsões da ENMC e os referidos pressupostos da ARC Ratings, a ENMC registaria no fim de 2016 uma autonomia financeira de -2,2% (face a -33,8% no fim de 2015 e a -25,3% no fim de Março de 2016) e uma cobertura da dívida financeira líquida pelas reservas (a valor de mercado) de 0,97 vezes (face a 0,72 vezes no fim de 2015 e a 0,77 vezes no fim de Março de 2016).

Os preços do petróleo (Brent) recuperaram desde o mínimo de 27,88 dólares por barril (USD/bbl) no fim de 20 de Janeiro de 2016, atingindo 49,68 USD/bbl no fim de Junho, e oscilando entre 40 e 50 USD/bbl desde então. A recuperação dos preços refletiu o decréscimo da sobreprodução devido a algumas interrupções de produção (sobretudo na Nigéria) e sobretudo devido a encerramentos de produção, especialmente nos EUA, refletindo a baixa dos preços, enquanto a procura continua a crescer a níveis reduzidos. Num relatório publicado em Julho de 2016 o Banco Mundial prevê um preço médio de 43 USD/bbl em 2016 (para o Crude Oil) e um aumento de 23,7% em 2017 (para 53,2 USD/bbl).

Conforme referido, a ENMC planeia investir 15 M€ na infraestrutura POL NATO, sobretudo em 2017, estando previsto o seu financiamento pela utilização de disponibilidades (ascendia a 5,3 M€ no fim de Março de 2016) e de investimentos de curto prazo em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português (ascendiam a 18,1 M€ no fim de Março de 2016). Esta utilização irá reduzir a cobertura do fundo de provisão por investimentos em títulos de dívida emitidos pelo Estado Português para menos de 100% (era de 127,6% no fim de Março de 2016). O montante a ser investido será recuperado dos operadores de mercado a longo prazo numa base anual através dos custos com amortizações.

### ANÁLISE DE SENSIBILIDADE

A qualidade de crédito da ENMC está sobretudo dependente da qualidade de crédito do Estado Português, dado ser o acionista único da ENMC e responsável último pelas obrigações da ENMC conforme está estabelecido por lei, e da possibilidade de venda das reservas petrolíferas para reembolsar o empréstimo obrigacionista de forma atempada (num cenário hipotético da ENMC não ter capacidade para contratar nova dívida financeira para reembolsar o empréstimo obrigacionista e manter as reservas petrolíferas). No entanto, note-se que não existe



qualquer garantia formal. Assim, a ARC Ratings elaborou um cenário B para as previsões para 2016 considerando uma redução de 20% no valor de mercado das reservas petrolíferas face ao valor considerado no cenário base (igual ao verificado no fim de Junho de 2016).

Neste cenário alternativo a ENMC apresentaria no fim de 2016 uma autonomia financeira de -24,6% (face a -2,2% no cenário base) e coberturas da dívida financeira e da dívida financeira líquida pelas reservas petrolíferas de, respetivamente, 0,71 vezes e 0,78 vezes (0,89 vezes e 0,97 vezes no cenário base), o que representa uma situação financeira grosso modo em linha com a verificada no fim de Março de 2016.

### CONDIÇÕES DA EMISSÃO

O *rating* atribuído aplica-se especificamente ao empréstimo obrigacionista no montante de 360,0 M€ emitido pela ENMC (sob a sua anterior designação de EGREP - Entidade Gestora de Reservas Estratégicas de Produtos Petrolíferos, E.P.E.), em 6 de Agosto de 2008, com as seguintes condições principais:

- prazo de 20 anos, com pagamento do capital de uma só vez no final do prazo, que ocorrerá a 6 de Agosto de 2028;
- possibilidade de reembolso antecipado, no todo mas não em parte, por iniciativa da emitente, em 7 de Agosto de 2023 ou: “no caso de se verificarem, cumulativamente, as seguintes circunstâncias:
  - alteração, após a data da emissão, de normas de natureza fiscal com aplicação em Portugal ou alteração na aplicação ou interpretação oficiais dessas normas, que imponham à emitente o pagamento de montantes adicionais aos previstos na documentação contratual;
  - a imposição referida não possa ser evitada pela emitente através da tomada, dentro dos critérios de razoabilidade, de medidas que estejam à sua disposição para o efeito”.
- vencimento antecipado, entre outras, nas seguintes situações:
  - se o Estado português deixar de deter, direta ou indiretamente, a totalidade do capital e dos direitos de voto da emitente ou se esta deixar de ter o estatuto de entidade pública empresarial;
  - se qualquer alteração ao enquadramento legal da emitente eliminar ou restringir a atual obrigação do Estado português em assumir as perdas derivadas da liquidação de ativos, bem como as responsabilidades residuais;
  - incumprimento das cláusulas de *pari passu* ou de *negative pledge*;
  - alteração da ponderação de 0% para efeitos do cálculo do rácio de solvabilidade e dos limites dos grandes riscos atribuída pelo Banco de Portugal às responsabilidades das instituições de crédito para com a emitente.

### AVISO LEGAL

Note-se que a ARC Ratings não é um consultor legal, fiscal ou financeiro, apenas atribui uma opinião de crédito dos títulos notados. Por exemplo, a notação não cobre uma potencial mudança nas leis, nem pode ser considerada como uma auditoria. Além disso, a ARC Ratings não é parte nos contratos das emissões. Os utilizadores dos nossos *ratings* devem ter conhecimento dos contratos das emissões e do respetivo funcionamento, devem formar os seus próprios pontos de vista a esse respeito, não devem depender na ARC Ratings para aconselhamento legal, fiscal ou financeiro, e são incentivados a entrar em contacto com os consultores relevantes.

## ARC Ratings, S.A.

Rua Luciano Cordeiro, 123 – R/C Esq.

1050-139 Lisboa

PORTUGAL

Tel: +351 213 041 110

Fax: +351 213 041 111

E-mail: [arcratings@arcratings.com](mailto:arcratings@arcratings.com)

Site: [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com)



A ARC Ratings, S.A. está registada como Agência de Notação de Risco (CRA) junto da European Securities and Markets Authority (ESMA), de acordo com o REGULAMENTO (CE) Nº 1060/2009 DO PARLAMENTO EUROPEU E DO CONSELHO, de 16 de Setembro de 2009, e reconhecida como *External Credit Assessment Institution* (ECAI).

Este Relatório de Revisão deve ser preferencialmente lido em conjunto com o Relatório de Rating inicial e com os respetivos relatórios de Revisão.

As notações de *rating* atribuídas pela ARC Ratings são opiniões sobre a capacidade e vontade de uma entidade honrar, atempadamente e na íntegra, os compromissos financeiros sujeitos a *rating*.

O *rating* atribuído pela ARC Ratings neste relatório foi solicitado pela entidade cujos compromissos são sujeitos a *rating*.

Previamente à atribuição ou revisão de uma notação de *rating*, a ARC Ratings faculta à entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating* documentação que suporta a notação a atribuir (relatório preliminar de *rating*), dando-lhe, assim, oportunidade para clarificação ou correção factual da mesma, para que a notação atribuída seja o mais correta possível. Os comentários da entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating* são tidos em conta pela ARC Ratings na atribuição da notação.

As taxas de incumprimento históricas da ARC Ratings são publicadas na European Securities and Markets Authority Central Repository (CEREP) e podem ser consultadas no website [cerrep.esma.europa.eu/cerrep-web/](http://cerrep.esma.europa.eu/cerrep-web/). A ARC Ratings define taxa de incumprimento como a probabilidade de o devedor não realizar o pagamento integral e atempado do capital ou dos juros dos compromissos sujeitos a *rating*, ou da ocorrência de qualquer facto que indique explicitamente que o pagamento integral e atempado destes compromissos não irá acontecer no futuro (por exemplo, no caso de insolvência).

Os *ratings* não constituem recomendações de compra ou venda, sendo apenas um dos elementos a ponderar pelos investidores.

A ARC Ratings procede, ao longo de todo o período em que as notações de *rating* se encontram válidas, a um acompanhamento constante da evolução do emitente, podendo, inclusivamente, antecipar a data de realização da revisão, exceto se trate de um *rating* pontual. Assim, previamente à utilização da notação do *rating* pelo investidor a ARC Ratings recomenda a sua confirmação, nomeadamente através da consulta da lista de *ratings* públicos no web site [www.arcratings.com](http://www.arcratings.com).

Os *ratings* baseiam-se em informação recolhida junto de um conjunto alargado de fontes de informação, com destaque para a prestada pela entidade cujos compromissos financeiros são sujeitos a *rating*, incluindo informação confidencial, a qual é utilizada e trabalhada, com todo o cuidado, pela ARC Ratings. Não obstante os cuidados na obtenção, verificação e tratamento da informação para efeitos da análise de *rating*, a ARC Ratings não se pode responsabilizar pela sua exatidão, sendo exigível a perceção por parte da ARC Ratings de um nível mínimo de qualidade da informação para que se proceda à atribuição das notações de *rating*.

No processo de *rating* a ARC Ratings adota procedimentos e metodologias no sentido de assegurar a transparência, a credibilidade, a independência, e que a atribuição de notações de *rating* não seja influenciada por situações de conflito de interesse. Exceções quanto a estes princípios são divulgadas pela ARC Ratings em conjunto com a notação de *rating* do compromisso financeiro.